

서울반도체

(046890)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

13,500

하향

현재주가

11,050

(22.11.10)

가전 및 전자부품업종

저성장 구간 중

투자이견 매수(BUY) 유지, 목표주가 13,500원 하향(7%)

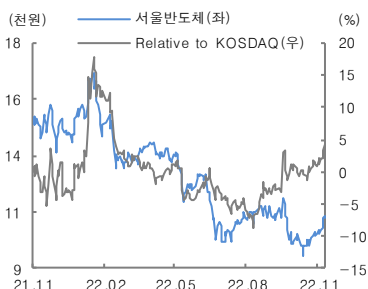
- 연결 2022년 3분기 매출은 2,841억원(-16.5% yoy/-3.2% qoq), 영업이익은 -118.3억원(적자전환 yoy/적자전환 qoq)으로 컨센서스(매출 3,025억원, 영업이익 49억원)를 하회. 당기 순이익은 -36억원(적자전환 yoy/적자전환 qoq), 컨센서스를 하회
- 2022년 3분기 매출(2,841억원)이 2020년 3분기(3,313억원) 이후 가장 낮은 수준, 조명 분야가 공급 과잉 지속과 경쟁력 약화, 글로벌 TV 수요 부진과 IT기기(태블릿PC, 스마트폰 등), UV 등 전반적으로 LED 매출이 감소하여 전체 고정비 부담이 가중. 영업이익은 적자전환
- 2022년, 2023년 매출은 증전대비 각각 5.3%, 8.2%씩 하향. 영업이익도 하향 조정
- 투자이견 매수(BUY) 유지하나 목표주가 13,500원 하향(7%, 2023년 주당순이익(EPS)에 목표 P/E 33.7배 적용). 일반조명과 IT항 LED 매출 둔화가 지속, 실적 회복도 지연 다만 2023년 전장용 매출 확대 및 2022년 기저 효과를 감안한 중장기적인 관점에서 투자 유효. 투자 포인트는

2023년 상반기 조명과 IT항 LED 부진 지속 / 자동차 LED는 긍정적

- 1) 2022년 기저효과로 2023년 매출(2.9% yoy), 영업이익(268억원 흑자전환 yoy)의 성장 예상. 실적 부진의 선반영과 자동차항 LED 매출 증가를 전망. 전기자동차 성장과 전장화 추세로 자동차내 LED 채택이 증가, 또한 UV 적용도 점차 확대되면서 전장항 LED 매출의 성장 전망은 유호
- 2) 2023년 글로벌 TV 시장도 양극화 속에서 미니 LED를 적용한 보급형 TV의 고가격화 전략이 진행 전망. 삼성전자가 마이크로 LED TV 판매 강화로 글로벌 생태계도 확장 전망, LED 업계의 새로운 성장 요인으로 해석

KOSDAQ	707.78
시가총액	644십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	16,850원 / 9,620원
120일 평균거래대금	22억원
외국인지분율	8.28%
주요주주	이정훈 외 2 인 28.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.8	1.8	-12.3	-22.5
상대수익률	6.4	18.0	6.1	8.2



(단위: 십억원 %)

구분	3Q21	2Q22	3Q22		4Q22					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	340	294	313	284	-16.5	-3.2	302	271	-13.5	-4.6
영업이익	25	4	8	-12	적전	적전	5	-1	적지	적지
순이익	24	17	9	-4	적전	적전	3	6	흑전	흑전

자료: 서울반도체, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,153	1,301	1,136	1,169	1,236
영업이익	60	63	-17	27	45
세전순이익	36	76	17	32	51
총당기순이익	29	62	5	25	38
지배지분순이익	18	50	25	23	37
EPS	305	852	422	400	627
PER	67.5	18.1	26.5	28.0	17.9
BPS	11,728	12,515	12,501	12,466	12,658
PBR	1.8	1.2	0.9	0.9	0.9
ROE	2.6	7.0	3.4	3.2	5.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	1,199	1,273	1,136	1,169	-5.3	-8.2
판매비와 관리비	203	204	213	221	5.0	8.1
영업이익	10	50	-17	27	적자조정	-46.3
영업이익률	0.9	3.9	-1.5	2.3	적자조정	-1.6
영업외손익	15	14	33	6	127.9	-60.3
세전순이익	25	64	17	32	-33.3	-49.4
지배지분순이익	26	46	25	23	-5.6	-49.4
순이익률	1.7	3.8	0.5	2.1	-1.2	-1.7
EPS(지배지분순이익)	447	791	422	400	-5.6	-49.4

자료: 서울반도체 대신증권 Research Center

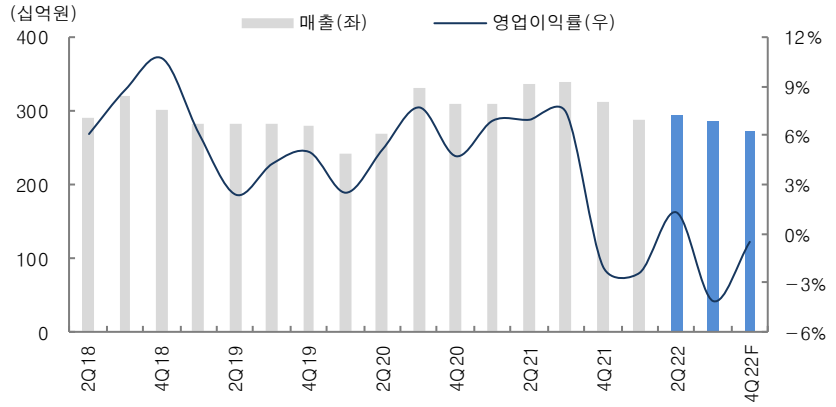
표 1. 서울반도체, 영업실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q	3Q	4Q	1Q22	2Q	3QP	4QF	2021	2022F	2023F
매출	310.4	336.8	340.3	313.5	287.6	293.6	284.1	271.1	1,301.0	1,136.4	1,168.9
매출비중											
일반조명	27.3%	28.1%	27.2%	25.1%	25.2%	26.1%	21.1%	21.0%	27.0%	23.4%	21.0%
자동차	15.2%	15.3%	12.2%	11.4%	12.1%	16.3%	17.2%	18.8%	13.5%	16.1%	19.4%
IT(TV, 모니터, 태블릿 등)	45.1%	43.2%	51.1%	50.3%	54.2%	46.1%	47.3%	46.2%	47.4%	48.5%	46.3%
기타(UV, VCSEL, Laser Diode 등)	12.4%	13.4%	9.5%	13.2%	8.5%	11.5%	14.4%	14.0%	12.1%	12.1%	13.3%
매출총이익	70.9	75.8	73.8	45.5	43.1	56.7	43.5	52.9	266.1	196.2	247.8
이익률	22.8%	22.5%	21.7%	14.5%	15.0%	19.3%	15.3%	19.5%	20.5%	17.3%	21.2%
판매비	49.6	52.5	48.8	52.0	50.1	53.0	55.3	54.4	202.9	212.8	221.1
비중	16.0%	15.6%	14.3%	16.6%	17.4%	18.0%	19.5%	20.1%	15.6%	18.7%	18.9%
영업이익	21.3	23.3	25.0	-6.4	-7.0	3.7	-11.83	-1.5	63.2	-16.6	26.8
이익률	6.9%	6.9%	7.4%	-2.0%	-2.4%	1.3%	-4.2%	-0.5%	4.9%	-1.5%	2.3%
세전이익	31.0	21.3	34.1	-10.6	-4.1	12.4	6.1	2.2	75.8	16.6	32.3
이익률	10.0%	6.3%	10.0%	-3.4%	-1.4%	4.2%	2.1%	0.8%	5.8%	1.5%	2.8%
당기순이익	25.3	18.4	28.4	-10.7	-1.6	9.0	-3.6	1.7	61.5	5.4	24.6
이익률	8.2%	5.5%	8.4%	-3.4%	-0.6%	3.1%	-1.3%	0.6%	4.7%	0.5%	2.1%

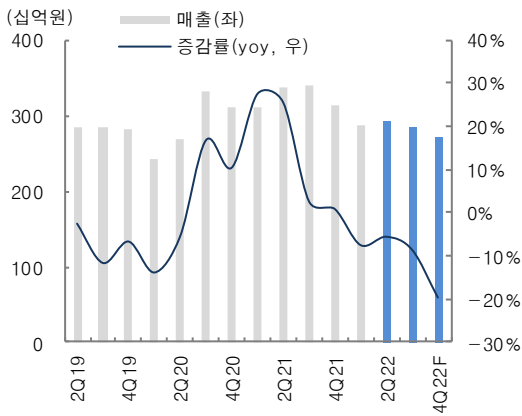
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 1. 전사, 분기별 매출 및 영업이익률 전망



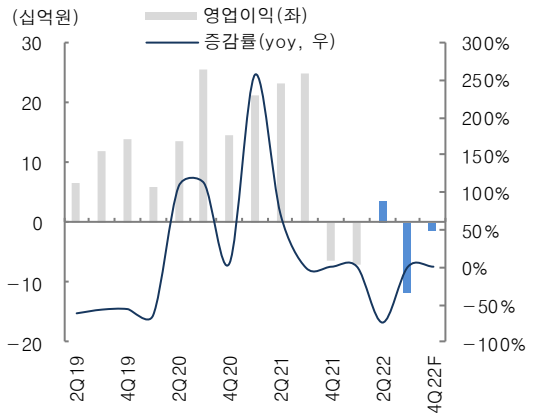
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망



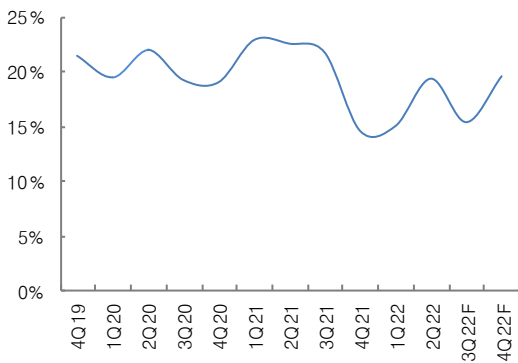
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



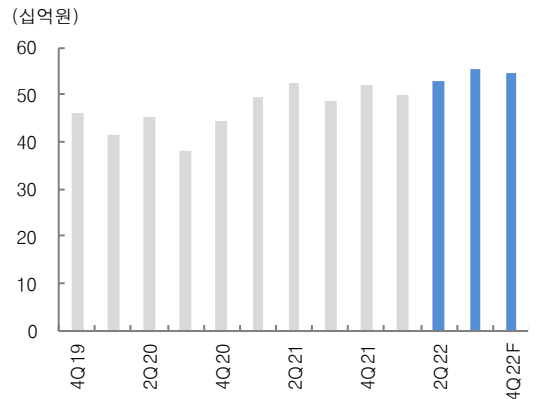
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 4. 매출총이익률 추이



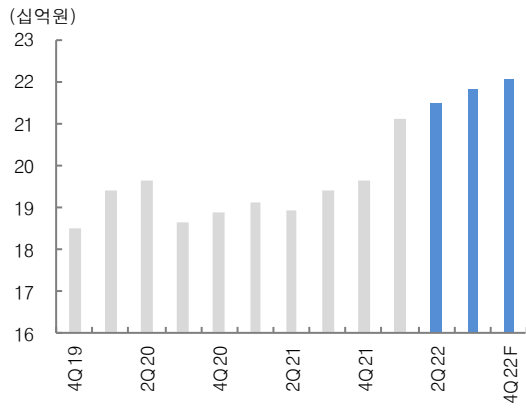
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 5. 판매비 추이



자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 6. 감가상각비 추이



자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

표 2. 서울반도체 Peer 그룹

회사명 코드	서울반도체 046890 한국	MLS 002745 중국	Everlight 2393 대만	Lite-On 2301 대만	Osram OSR 독일	Sanan Opto 600703 중국	HC semitek 300323 중국	
주가(2022.11.10, USD)	11,050	1.2	1.1	2.1	49.7	2.7	1.1	
시가총액 (USDmn)	6,443	1,787	500	4,847	4,815	12,037	1,309	
매출액 (USDmn)	2021A	13,010	2,886	896	5,901	3,404	1,949	489
	2022F	11,364	2,811	705	5,552	na	2,130	na
	2023F	11,689	3,080	742	5,865	na	2,792	na
매출액 yoy (%)	2021A	12.8	7.1	15.6	4.9	-12.3	48.7	19.4
	2022F	-12.7	-2.6	-21.4	-5.9	na	9.3	na
	2023F	2.9	9.6	5.3	5.6	na	31.1	na
영업이익 (USDmn)	2021A	632	294	86	467	-289	272	30
	2022F	-165	198	62	515	na	281	na
	2023F	268	253	70	571	na	418	na
영업이익 yoy (%)	2021A	6.0	40.6	88.1	34.7	적지	66.2	174.5
	2022F	-126.2	-32.7	-28.2	10.4	na	3.1	na
	2023F	-261.9	28.0	12.1	10.7	na	48.9	na
영업이익률 (%)	2021A	4.9	10.2	9.7	7.9	-8.5	14.0	6.2
	2022F	-1.5	7.0	8.8	9.3	na	13.2	na
	2023F	2.3	8.2	9.4	9.7	na	15.0	na
PER (배)	2021A	18.1	21.1	9.2	11.7	na	84.5	268.3
	2022F	26.2	12.6	10.4	10.6	na	45.9	na
	2023F	27.6	9.9	10.3	9.7	na	31.1	na
PBR (배)	2021A	1.2	1.0	0.9	1.9	3.3	2.9	1.5
	2022F	0.9	0.9	0.9	2.0	na	2.7	na
	2023F	0.9	0.9	0.9	1.8	na	2.6	na
EV/EBITDA (배)	2021A	8.9	8.5	4.1	6.3	17.3	45.0	19.4
	2022F	17.3	4.1	2.3	5.1	na	20.6	na
	2023F	10.6	3.9	2.3	4.7	na	15.4	na
ROE (%)	2021A	7.0	4.6	9.5	17.3	-27.6	3.3	0.5
	2022F	3.4	6.8	9.1	19.2	na	6.0	na
	2023F	3.2	8.2	9.2	19.9	na	8.5	na
ROA (%)	2021A	4.4	2.2	5.7	6.7	-11.5	2.1	0.3
	2022F	-1.1	3.6	5.6	7.5	na	3.7	na
	2023F	1.8	4.4	5.8	7.6	na	5.4	na
EPS (USD)	2021A	852	0.1	0.2	0.2	-2.3	0.0	0.0
	2022F	422	0.1	0.1	0.2	na	0.1	na
	2023F	400	0.1	0.1	0.2	na	0.1	na

주: 서울반도체는 대신증권 추정치, 원화 기준(단위: 억원), 자료: Bloomberg, Quantiwise, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

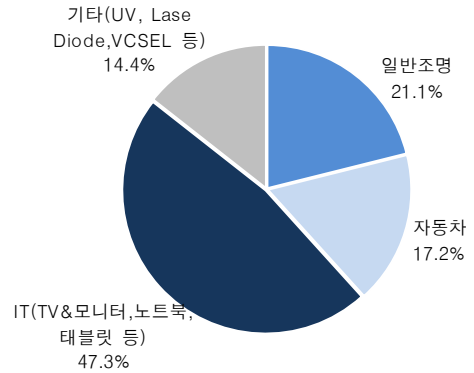
- IT, 자동차, 일반조명 등 전세계 5위권 내의 종합 LED 제조업체
- 고부가 가치 LED 제품 시장 및 적용 분야(자동차, 웨어러블) 확대가 중요
- 자산 1.4조, 부채 5,730억, 자본 8,495조(2022년 06월 기준)
(발행주식 수: 58,305,400 / 자부주식수: 1,924,060)

주가 변동요인

- 고부가 제품인 자동차 헤드램프(Woop) 채용 대수 증가
- 베트남 생산시설의 기동률 확대 및 수출 안정화
- 미니 LED, 마이크로 LED 등 차세대 디스플레이 기술 상용화 시기 및 동사의 대량생산 가능 시기

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

매출 비중

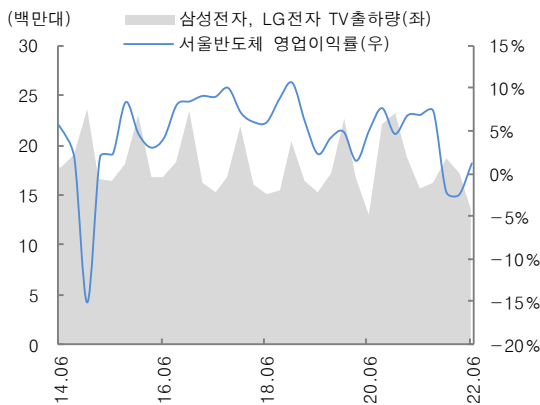


주: 2022년 3분기 연결 매출 기준

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

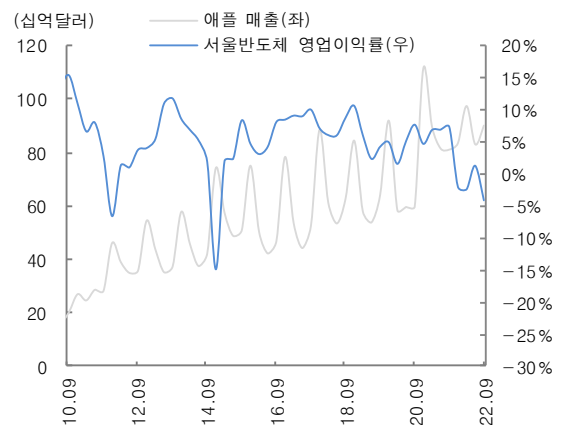
2. Earnings Driver

TV 출하량 vs. 서울반도체 영업이익률



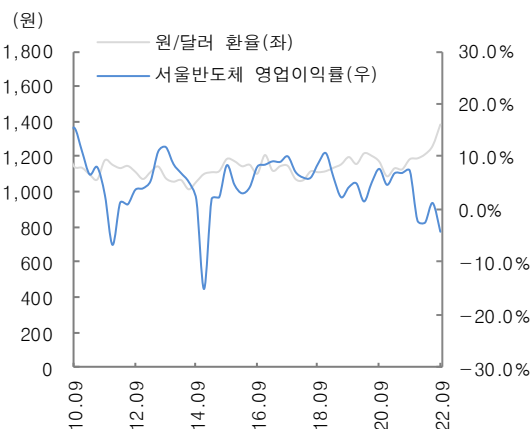
자료: 서울반도체, IHS, 대신증권 Research Center

애플 매출 vs. 영업이익률



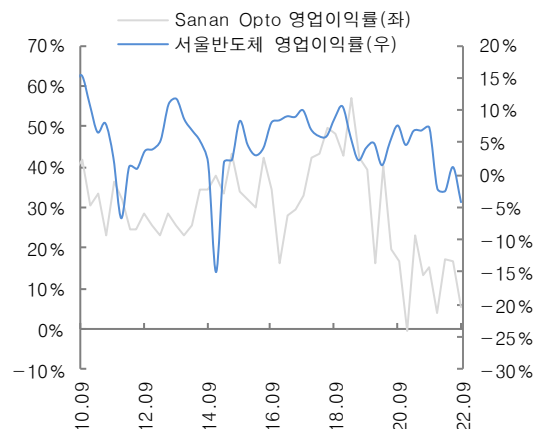
자료: 서울반도체, 애플, 대신증권 Research Center

원달러 vs. 영업이익률



자료: 서울반도체, Quantwise, 대신증권 Research Center

대만 신탄 옴토 vs. 서울반도체 영업이익률



자료: 서울반도체, Quantwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,153	1,301	1,136	1,169	1,236
매출원가	924	1,035	940	921	970
매출총이익	229	266	196	248	266
판매비와관리비	169	203	213	221	221
영업이익	60	63	-17	27	45
영업외수익	52	49	-1.5	2.3	3.7
EBITDA	140	141	57	98	119
영업외손익	-24	13	33	6	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	56	64	50	50	50
외환포괄이익	0	0	0	0	0
금융비용	-75	-49	-37	-37	-37
외환포괄손실	67	41	30	30	30
기타	-4	-2	21	-7	-7
법인세비용차감전순이익	36	76	17	32	51
법인세비용	-7	-14	-11	-8	-12
계속사업순이익	29	62	5	25	38
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	29	62	5	25	38
당기순이익	2.5	4.7	0.5	2.1	3.1
비재계분순이익	11	12	-19	1	2
재계분순이익	18	50	25	23	37
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	2	3	3	3
포괄순이익	23	85	31	53	70
비재계분포괄이익	8	18	-111	3	3
재계분포괄이익	15	67	142	50	66

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	305	852	422	400	627
PER	67.5	18.1	26.5	28.0	17.9
BPS	11,728	12,515	12,501	12,466	12,658
PBR	1.8	1.2	0.9	0.9	0.9
EBITDAPS	2,394	2,412	982	1,677	2,035
EV/EBITDA	10.3	8.9	17.3	10.6	9.1
SPS	19,776	22,314	19,490	20,047	21,194
PSR	1.0	0.7	0.6	0.6	0.5
CFPS	2,771	3,198	1,860	2,082	2,440
DPS	157	460	460	460	460

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증/감률	20	128	-127	29	57
영업이익 증/감률	20.4	60	작전	흑전	68.7
순이익 증/감률	-190	111.9	-91.2	354.3	56.6
수익성					
ROIC	5.5	5.3	-0.5	1.9	3.1
ROA	4.5	4.4	-1.1	1.8	2.9
ROE	2.6	7.0	3.4	3.2	5.0
안정성					
부채비율	68.2	77.6	72.8	72.6	72.1
순차입금비율	16.4	26.6	23.7	26.1	26.9
이자보상비율	12.5	14.6	-4.0	6.4	10.6

자료: 서울반도체 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	648	730	656	651	672
현금및현금성자산	35	86	105	84	73
매출채권 및 기타채권	408	417	371	383	404
재고자산	150	210	162	167	177
기타유동자산	55	17	17	18	18
비유동자산	682	783	845	880	913
유형자산	580	674	742	782	819
관계기업투자지분	2	2	2	2	1
기타비유동자산	100	108	101	97	93
자산총계	1,330	1,513	1,501	1,531	1,585
유동부채	503	459	439	460	488
매입채무 및 기타채무	317	303	274	280	292
차입금	94	121	133	147	161
유동상채무	81	4	0	0	0
기타유동부채	11	30	32	33	35
비유동부채	36	202	193	184	176
차입금	28	191	182	173	164
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	11	11	11	12
부채총계	539	661	632	644	664
자본부분	684	730	729	727	738
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	325	320	320	320	320
이익잉여금	377	416	415	412	423
기타보전비	-47	-35	-35	-34	-34
비자본부분	107	122	140	160	183
자본총계	791	852	869	887	921
순차입금	130	227	206	231	248

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	90	98	162	104	111
당기순이익	29	62	5	25	38
비현금항목의기감	133	125	103	97	104
감가상각비	80	77	74	71	73
외환손익	13	-2	-17	-17	-17
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	40	49	46	43	48
자산부채의증감	-57	-91	67	-7	-16
기타현금흐름	-15	3	-14	-11	-15
투자활동 현금흐름	-92	-116	-134	-105	-106
투자자산	-34	42	0	0	0
유형자산	-56	-141	-134	-105	-106
기타	-2	-17	0	0	0
재무활동 현금흐름	-7	68	-37	-32	-30
단기차입금	0	0	12	13	15
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	96	-10	-9	-9
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-10	-12	-26	-26	-26
기타	2	-17	-14	-10	-10
현금의증감	-10	51	19	-22	-11
기초 현금	44	35	86	105	84
기말 현금	35	86	105	84	73
NOPLAT	48	51	-5	20	34
FCF	66	-28	-66	-14	2

[Compliance Notice]

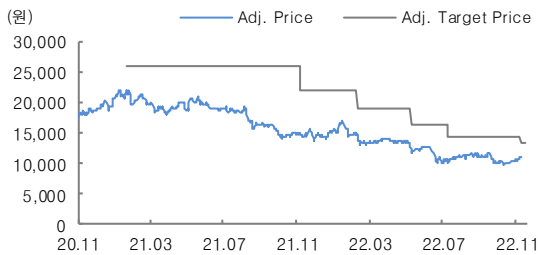
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박강호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

서울반도체(046890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.11.10	22.07.10	22.05.11	22.02.10	21.11.07	21.08.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	13,500	14,500	16,500	19,000	22,000	26,000
과다율(평균%)		(25.26)	(29.17)	(28.62)	(31.62)	(39.41)
과다율(최대/최소%)		(18.28)	(22.42)	(25.79)	(23.41)	(27.50)
제시일자	21.07.20	21.05.05	21.02.08	21.01.20		
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy		
목표주가	26,000	26,000	26,000	26,000		
과다율(평균%)	(28.46)	(24.86)	(24.43)	(20.32)		
과다율(최대/최소%)	(25.77)	(15.00)	(15.00)	(15.00)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20221108)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상